



# ENSAYOS

## sobre política económica

---

### ***Mecanismos de transformación de deuda externa. La experiencia latinoamericana***

Juan Carlos Echeverry G.

Revista ESPE, No. 11, Art. 05, Junio de 1987  
Páginas 135-157



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

# Mecanismos de transformación de deuda externa. La experiencia latinoamericana\*

Juan Carlos Echeverry G.

## Resumen

*Este artículo expone en principio las condiciones que dieron origen al mercado secundario de papeles de deuda externa y las características que presenta actualmente dicho mercado. En segundo lugar muestra los diferentes tipos de transformación de deuda externa, ya sea por deuda interna o por capital de empresas nacionales, que se han adoptado en algunos países en desarrollo. En tercer lugar discute la conveniencia de dichos esquemas y, por último, se aproxima a las particularidades y los logros de su aplicación en Chile, México, Brasil y Argentina. Se concluye que estos mecanismos son benéficos sólo si el país ya ha asumido un costo de credibilidad ante la banca internacional; si puede garantizar la canalización de la inversión hacia sectores de interés económico y social, y si puede ejercer un control efectivo sobre sus consecuencias monetarias, cambiarias y fiscales.*

## I Introducción

La crisis de la deuda externa en América Latina tuvo su origen en varios factores que actuaron simultáneamente a partir de principios de la presente década. En primera instancia, el sobreendeudamiento de

algunos países de la región, generado en la década pasada y acelerado entre 1978 y 1981, condujo a que el servicio de la deuda creciera más rápidamente que las exportaciones disponibles para atenderlo. Adicionalmente, varios factores de la coyuntura

\* Este documento está dedicado a Danny Averbuch y Alejandra Castro. El autor desea agradecer a Hernando José Gómez, por las sucesivas discusiones al presente trabajo y el interés puesto en su publicación.

internacional agravaron las condiciones cambiarias de las economías latinoamericanas. A comienzos de los ochenta los países industrializados sufrieron una disminución en su ritmo de actividad económica (véase cuadro 1, columna 9), al tiempo que los términos de intercambio de las economías en desarrollo se deterioraban sensiblemente (cuadro 1, columnas 10 y 11). Estos dos

factores llevaron a una disminución en los ingresos por exportaciones de los países endeudados (cuadro 1, columna 12), teniendo como consecuencia una merma en la posibilidad de servir exitosamente su cuantiosa deuda. Su saldo vigente para América Latina ascendía a US\$ 306 billones en 1982 y, para servirlo, la región ocupaba cerca del 50% de sus exportaciones.

CUADRO 1

## Estadísticas generales sobre la crisis de la deuda externa

	(1) Libor	(2) Prime	(3) Deuda de largo plazo de América Latina (Mills. US\$)	(4) Deuda pública (a) % (b)	(5) Deuda privada %	(6) % De crédito con banca privada
1970 ....	8.91	7.18	27.264	57	43	27
1975 ....	7.75	5.82	67.787	67	33	48
1978 ....	9.08	7.93	127.235	75	25	61
1980 ....	13.91	13.36	171.689	75	25	63
1981 ....	16.69	16.38	207.524	72	28	64
1982 ....	13.60	12.26	236.091	74	26	65
1983 ....	9.92	9.09	283.852	77	23	68
1984 ....	11.29	10.23	312.113	79	21	69

CUADRO 1

## Estadísticas generales sobre la crisis de la deuda externa (continuación)

	(7) Crecimiento anual de la deuda %	(8) Volumen promedio de crecimiento anual de la deuda	(9) Crecimiento del PIB de países industriales (% año)	(10) Variación en la relación de intercambio países exportadores petróleo (c)	(11) Variación en la relación de intercambio países no exportadores petróleo	(12) Exportaciones de América Latina (Mills. US\$) (12)
1970 ....						15.922
1975 ....	20.0	8.105	3.0			41.616
1978 ....	23.3	19.816	4.3			59.249
1980 ....	16.2	22.227	2.3	8.5(73-80)	-3.0	103.740
1981 ....	20.9	35.835	1.6	5.4	-4.4	108.714
1982 ....	13.8	28.567	-0.2	0.2	-0.6	97.793
1983 ....	20.2	47.761	2.5	-7.7	2.3	97.746
1984 ....	9.9	28.261	4.4	0.3	0.1	104.294

(a) Incluye deuda privada garantizada por el sector público

(b) Las columnas (4) a (6) son porcentajes sobre la columna (3); las columnas (7) y (8) también se construyeron con base en la columna (3).

(c) Las columnas (10) y (11) hacen referencia a países en vía de desarrollo

Fuente: Col. (1), (2), (9) y (12): Estadísticas financieras Internacionales F.M.I.

(3) a (8): World Debt Tables 1985-1986 Banco Mundial

(10) y (11): Informe sobre el Desarrollo Mundial 1986 Banco Mundial.

En segundo lugar, el alza en las tasas de interés internacionales incrementaba el costo de la deuda, en la cual la banca comercial y las tasas de interés variables habían ganado participación desde la década pasada (cuadro 1, columnas 1, 2 y 6). Por tanto, buena parte del servicio de la deuda externa fluctuaba con las variaciones de la PRIME y la LIBOR, las cuales están sujetas a las condiciones del mercado financiero internacional.

Factores adicionales de carácter interno a estas economías como la sobrevaluación de sus monedas, sus acumulados desequilibrios fiscales y externos y la fuga masiva de capitales que ocurrió durante este período, contribuyeron a hacer más crítica la situación y más delicado su manejo. Para enfrentar este problema se han llevado a cabo políticas de ajuste, se han adelantado reformas monetarias y renegociaciones de las obligaciones externas en la mayoría de las economías de la región.

El tema que aquí nos ocupa es un esquema puesto en marcha por varios países, para dar mayor flexibilidad al manejo del problema de la deuda externa. Se trata de los mecanismos de transformación de deuda externa por deuda interna o por capital de empresas nacionales, creados por Chile, México, Brasil y Argentina desde hace tres años <sup>(1)</sup>.

El trabajo comienza con algunas consideraciones generales acerca de las condiciones del mercado financiero internacional que permitieron el surgimiento de este tipo de esquemas. Luego se adelanta una discusión sobre su conveniencia para los países endeudados y, por último, se exponen los diferentes esquemas puestos en marcha en los países mencionados.

---

## II Consideraciones generales sobre el mercado secundario de papeles de deuda y los esquemas de transformación

---

### 1. *El mercado secundario de papeles de deuda*

La crisis de la deuda de los países de América Latina se hace manifiesta a raíz de la suspensión del servicio de la deuda externa por parte de México en agosto de 1982. Desde entonces la banca privada internacional ha tomado conciencia de que la cartera vigente de esta región presenta una situación de alto riesgo. Una parte de dicha cartera es deuda privada ("corporativa") en la cual el acreedor puede adelantar una acción judicial en caso de incumplimiento del servicio. Pero la mayor parte (véase cuadro 1, columnas 5 y 6) está constituida por lo que se conoce con el nombre de "Crédito con riesgo soberano". Estos son créditos respaldados por una nación, que en caso de presentar problemas de cancelación o impago (por condiciones económicas o políticas del gobierno prestatario) no pueden ser solucionados por acción judicial por parte del banco prestamista, en razón a la naturaleza legal del contrato (Biggs, 1985. Lamothe, 1986).

Un exceso de confianza en las economías de los países que estaban adquiriendo el endeudamiento, sumado a los altos niveles de apalancamiento alcanzados al realizar estos créditos y a la difusión de la práctica de sindicación de los créditos soberanos, hicieron que los bancos acreedores (en especial los medianos y pequeños) no conocieran el riesgo real que estaban asumiendo.

---

(1) Otros países como Filipinas, Ecuador, Venezuela y Costa Rica han desarrollado esquemas similares (véase cuadro 4). Nos limitamos a estos cuatro países por considerar que ilustran las diferentes modalidades de transformación.

La existencia de papeles de deuda que la banca comercial considera altamente riesgosos ha creado las circunstancias propicias para el surgimiento de un mercado secundario para estos. El banco que posee un papel de deuda puede considerar más conveniente obtener hoy US\$ 0.60 por cada dólar de su valor nominal, que esperar a que las condiciones del país o la empresa mejoren y puedan cancelar el 100% de la misma, cuestión claramente incierta (véase cuadro 2). En ello es fundamental

que el banco acreedor ya ha tenido que asumir una pérdida contable de cierto porcentaje sobre esos préstamos, por las provisiones que le han sido impuestas por los representantes del gobierno o de los accionistas. La condición principal para la venta de un pagaré es una diferente percepción del riesgo que representa la deuda de la empresa "Y" del país "X", por parte del banco que vende con descuento, y por parte de quien lo compra, bien sea otro banco, un inversionista o el mismo gobierno.

CUADRO 2

**Cotizaciones de pagarés de deuda externa de algunos países en Nueva York**

(Centavos por dólar de deuda)

	(1) Enero 1986	(2) Mayo 1986	(3) Julio 1986	(4) Octubre 1986	(5) Noviembre 1986	(6) Enero 1987	(7) Febrero 1987	(8) Marzo 1987	(9) Mayo 1987	(10) Julio 1987
México .....	70	60	56	54-57	55-57	55	55.5-57.5	56-58	57-59	54-55
Brasil .....	75	76	76	74-78	76.5-78	75-78	73-75.5	63-66	61-63	57-59
Venezuela ...	80	77	75	73-75	74	70	72-74	72-74	72-74	69-70
Colombia ....		85	83	81-83	85-87		86-90	86-89	84-86	81-83
Argentina .....		63	66	62-67	65		62-65	62-64	58-60	47-48.5
Perú .....		20		17-20	20		16-19	14-16	14-16	11-16
Chile .....		68	67	65-68			66-69	66-69	67-69	68-69.5

Fuente: (1) y (6): The Economist enero 31 de 1987

(2): R. Dornbusch, 1986

(3): Euromoney agosto de 1986

(4) y (7) a (9): IFR octubre de 1986, marzo y mayo de 1987

(5): PARIBAS enero de 1987

(10): Salomón Brothers Inc

**a. La oferta**

Los determinantes de la oferta de papeles son las percepciones de riesgo de los bancos o los proveedores. El banco que vende puede percibir dos tipos de riesgo que podríamos llamar "riesgo-empresa" y "riesgo-país". El primero se refiere a la iliquidez o insolvencia de la empresa directamente endeudada. El segundo a la situación macroeconómica del país en el que se

encuentra dicha firma. En particular a su disponibilidad de divisas, y en general a que las condiciones del sector externo sean tales, que generen los recursos suficientes para atender el servicio de la deuda.

Sin embargo, fuera de la necesidad de cambiar la composición de su cartera para reducir su riesgo, pueden existir otras razones diferentes que induzcan al banco a transar su cartera. Lamothe (1986) cita las

siguientes: i) El deseo de vender deuda con pérdida para fines tributarios. ii) La posibilidad de disminuir los costos de control y gestión en que incurre cada banco, reduciendo la dispersión de su cartera por países (lo cual induciría a operaciones de intercambio, "swaps", inclusive sin descuento). iii) Evitar ser afectados por las regulaciones existentes con respecto a las provisiones de riesgo-país y, iv) Algunos requerimientos coyunturales de liquidez que hagan atractivo para los bancos asumir cierta pérdida en la venta de un papel de deuda.

La actitud de los bancos ante este mercado ha cambiado sustancialmente durante 1987. En los años anteriores los bancos pequeños y medianos eran los más interesados en transar deuda para reducir su exposición ante ciertos países. Fueron estos los que crearon la mayor parte de la oferta, la cual se estimaba entre 6 y 10 billones de dólares al año (The Economist, TE., marzo, 1987). Los bancos grandes se abstuvieron en un principio de una política agresiva de venta, pues transar un volumen considerable de créditos con descuento podría implicar, para algunos, pérdidas de cerca a  $1/3$  o  $1/2$  de su capital (TE., enero, 1987). Inclusive compras o ventas de uno o pocos papeles con descuento podría llevar a que las autoridades bancarias de su país los obligaran a provisionar toda su cartera con la empresa o con el país deudor.

No obstante, desde mayo de 1987 la composición de los oferentes cambió sustancialmente. La decisión de Citicorp (el grupo con mayor exposición frente a América Latina) de incrementar sus provisiones sobre créditos con problemas en US \$3 billones, inicia un período en el cual los grandes bancos entran a ofrecer volúmenes importantes de créditos en el mercado secundario. Máxime cuando la intención explícita

de dichas provisiones es poder reducir la exposición ante estos países mediante la venta de papeles en el mercado secundario y las transformaciones de deuda por capital. Se estima que la oferta se debe situar alrededor de US\$ 15 billones este año, cerca del 2% de la deuda vigente de los países en desarrollo. (International Financing Review, IFR. Mayo, 1987).

#### b. La demanda

Del lado de la demanda se pueden encontrar varios tipos de agentes: en primer lugar, bancos comerciales cuyo interés sería disminuir la dispersión de su cartera por países para reducir los costos de control y gestión. En segundo término, bancos de inversión o inversionistas extranjeros (con frecuencia compañías multinacionales con filiales en el país deudor) que compran los papeles con descuento y obtienen un beneficio en la capitalización de firmas que operan en el país. En tercera instancia, agentes nacionales que desean repatriar capital y, por último, el gobierno o las mismas empresas endeudadas, que están en posibilidad de recomprar su deuda.

Hemos dicho que la venta de un papel de deuda es posible por las diferentes percepciones de riesgo que tienen el oferente y el demandante. Asumiendo que el primero es un banco que desea salir de una cartera riesgosa y que el segundo es un inversionista que busca capitalizarla en una empresa del país deudor, podemos hacer brevemente algunas precisiones sobre este mercado.

Es necesario tener presente que es un mercado en el cual el precio al que se transan los papeles de deuda resume la siguiente información: tiempo de maduración, tipo de prestatario y riesgo. Las cotizaciones del cuadro 2 indican el nivel alrededor del cual

se venden papeles que difieren cualitativamente. Se ha señalado además, que sus participantes disponen de información deficiente sobre el volumen y el tipo de transacciones que efectivamente realizan otros agentes. Los límites de transacciones con la deuda de un país dado estarían determinados, del lado de la oferta, por la disponibilidad de pagarés con riesgo, y por el lado de la demanda por el número de inversiones atractivas y la legislación que adopte el país para este tipo de operaciones, lo cual ha creado grandes diferencias entre oferta y demanda para ciertos países.

Por ende, para entender la compra de papeles, es importante hacer explícitas las ventajas que posee el inversionista sobre el banco acreedor.

i. El inversionista que compra un papel de deuda para capitalizarlo está transformando capital financiero por capital de riesgo. No obstante, en el momento de la capitalización el país le está valorando a par cada dólar transformado. Esto le permite generar inmediatamente un beneficio, pues éste adquirió dicho papel con un descuento. Esta posibilidad no la tiene el banco que vende el pagaré, el cual estaría sujeto a esperar que el país se halle en condiciones de servir la deuda.

ii. De otro lado el inversionista puede jugar un papel activo en los rendimientos de sus acciones, participando en la gestión de la empresa capitalizada. Esta posibilidad también le está vedada al poseedor de un papel de deuda, cuyos intereses están sujetos a un contrato.

Por último, el precio de mercado se debe situar entre el valor presente del flujo contractual de pagos asociado al capital de préstamo, y el valor presente del flujo esperado de rendimientos de la inversión. Estas

valoraciones incluyen la probabilidad (riesgo) de que el banco acreedor y el inversionista extranjero le asignan a la realización efectiva de dichos flujos.

## 2. Los esquemas de transformación

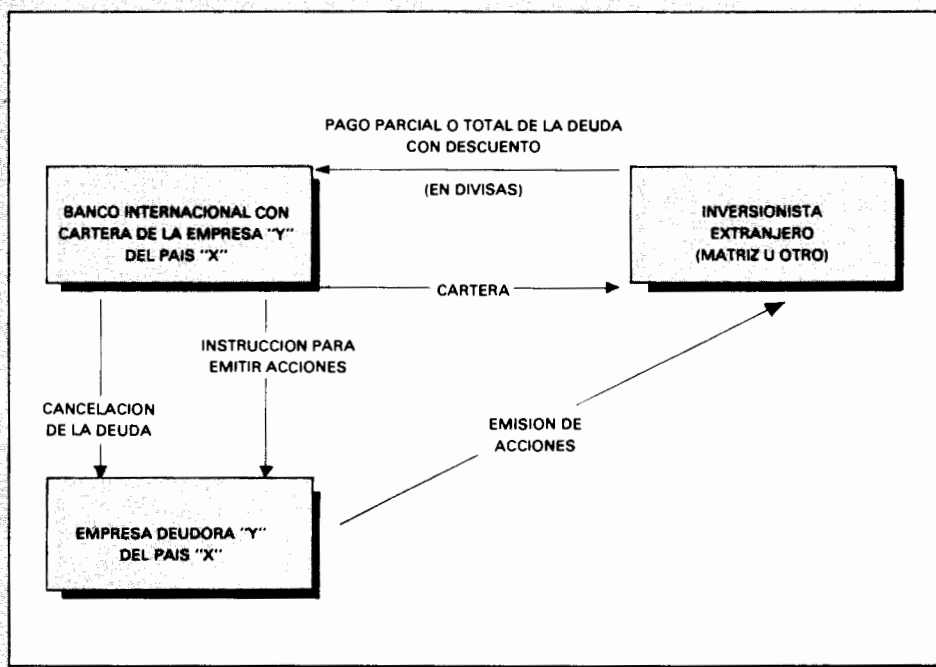
En América Latina se han desarrollado tres esquemas de transformación:

a. Capitalización de deuda: consiste en convertir los pasivos en moneda extranjera emitidos por una entidad pública o privada, en capital de *esa misma entidad*. Puede ser hecha por el acreedor original, por un banco, o por un inversionista que intercambié (realizó un swap) o compró con descuento la deuda al acreedor original (banco o proveedor).

La figura 1 muestra las transacciones necesarias para llevar a cabo la transformación: primero, el inversionista compra la deuda al banco internacional al precio vigente en el mercado financiero y obtiene la cartera con la empresa "Y". Luego, se dan instrucciones para que dicha firma emita acciones a favor del inversionista extranjero y se cancele la deuda original. Por último la empresa "Y" emite acciones a favor del inversionista. El Banco Central autoriza la operación y establece las condiciones en que puede ser realizada: si la transformación se hace al 100% del valor nominal de la deuda o si el emisor se apropia de una porción; si se emite a favor del inversionista o se le da un papel de deuda descontable en el mercado financiero, etc.

b. Transformación de deuda por acciones ("debt for equity swap"): de nuevo se refiere a convertir pagarés de deuda en capital accionario. En este caso se trata de capitalizar una empresa diferente a la que originalmente emitió los títulos de deuda. Ello implica que debe haber un acuerdo

FIGURA 1 (1)  
Capitalización



(1) Estas figuras siguen los modelos del documento CNIIE de México, 1986.

entre la empresa deudora, el inversionista que desea capitalizar el título, la empresa que recibirá la inversión y el Banco Central. Por medio de éste se acepta: la denominación de la deuda en moneda local, las condiciones de su cancelación y la forma de inversión en la empresa escogida (que es generalmente una filial de una casa matriz en el extranjero).

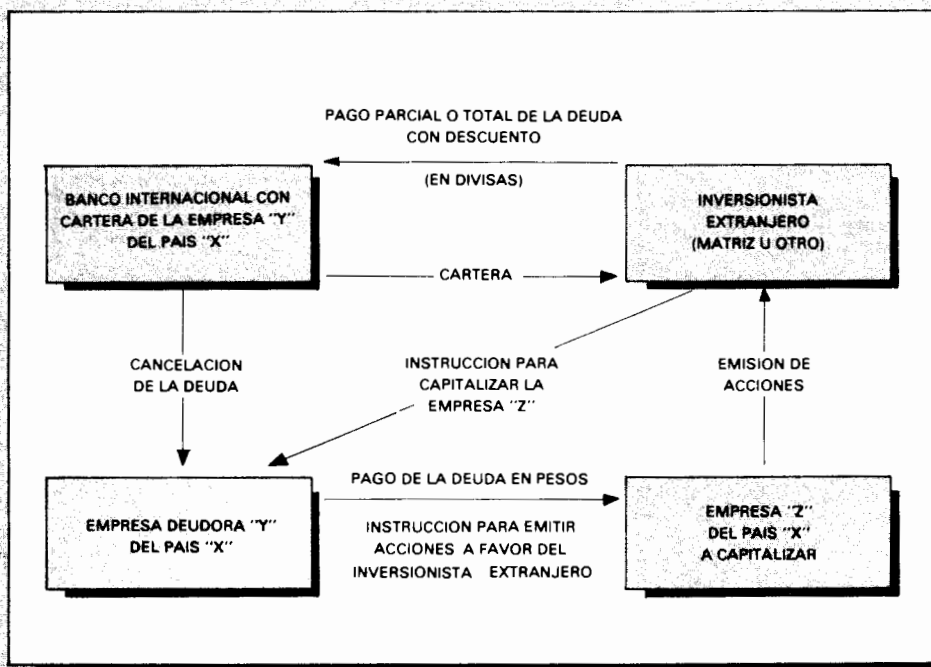
La figura 2 muestra la diferencia con la capitalización directa. Ahora la empresa "Y" cancela su deuda en pesos a la empresa "Z" y ésta emite acciones por dicho valor en favor del inversionista extranjero. Esta modalidad admite variantes como la otorgación de un crédito por parte del Banco

Central a la empresa deudora. Ello le permite al inversionista pagar en un contado la deuda y realizar inmediatamente toda su inversión. Otra modalidad es que la empresa endeudada emita un papel de deuda denominado en moneda local que el inversionista pueda descontar en el mercado financiero local.

c. Transformación de deuda por efectivo ("debt for cash swap"): en esta modalidad no se controla la utilización que da el inversionista a los recursos resultantes de la transformación de la deuda externa. Se abre la posibilidad que el pagaré original se transforme en un pagaré al portador denominado en moneda local, que el inversio-



FIGURA 2  
Transformación de deuda por acciones (1)



(1) "Debt - for-equity swap".

nista puede descontar en el mercado financiero para obtener efectivo. Se otorga plena libertad para el uso de esos recursos, pero se les anula el derecho a giro, que poseía el pagaré transformado. Esta modalidad sólo se ha desarrollado en Chile y busca incentivar la repatriación de capitales o la utilización de dólares del mercado negro para el pago de deuda externa.

La figura 3 muestra los pasos correspondientes: en primer lugar el inversionista nacional da instrucciones a su agente exterior para que adquiera deuda a su nombre y acuerda con la empresa deudora su cancelación en pesos. Se elimina la deuda externa como resultado de su conversión

en deuda interna. Esta acreencia interna se paga en los plazos acordados con el inversionista nacional, o se reemplaza por un papel que éste puede descontar en el mercado financiero nacional.

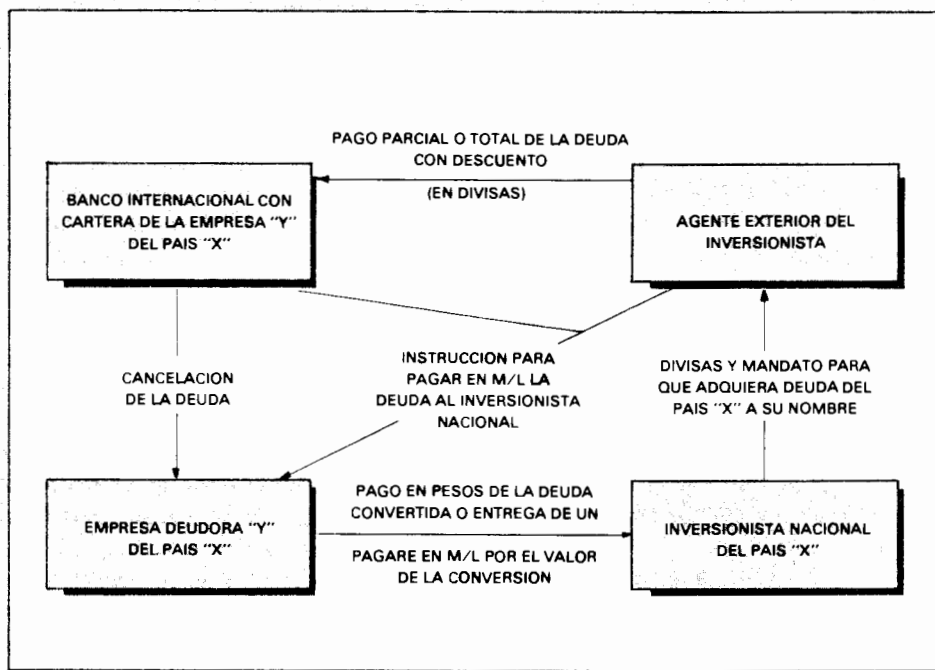
### 3. Conveniencia

*"We obviously wouldn't do it if we didn't think the investment was better than debt"*  
(J. Reed, Presidente Citicorp).

Los esquemas de transformación de la deuda se han presentado corrientemente en las revistas internacionales como el juego en que todos ganan. Se afirma que ellos generan beneficios para el banco

FIGURA 3

## Transformación de deuda por efectivo (1)



(1) "Debt - for-cash swap"

acreedor, para el país y la empresa deudora (Desmond, 1986; De Vries, 1987). A continuación se exponen los beneficios que estos autores identifican para cada agente.

El banco acreedor se deshace de una cartera de alto riesgo y reduce su exposición ante países con problemas en el servicio de la deuda externa. Quien compra el pagaré debe tener, como se dijo, una posición más favorable que reduzca su riesgo-empresa o su riesgo-país. El origen de esta ventaja puede radicar en que el agente es un banco que funciona en el país prestatario o un inversionista o una firma multinacional que posee filiales allí, lo cual los habilita a cobrar la deuda en moneda local o capitalizar dicha cartera en firmas nacionales.

Para el caso de Chile se puede tratar de gente que está repatriando capital fugado y que, en calidad de especuladores (y no de inversionistas), compran esos papeles en el mercado internacional con el fin de retornar su capital al país. Todos estos agentes están obteniendo una mayor tasa de cambio en su operación (conversión de deuda externa en interna, inversión extranjera o repatriación de capital). El país se beneficia bien por disminuir la presión sobre las reservas y la balanza de pagos en el corto plazo (en la medida en que se elimina el servicio anual de la deuda transformada), lo cual acelera su retorno a una situación de normalidad frente a la banca comercial (credibilidad y otorgación voluntaria de crédito). O bien por atraer inversión nueva

con el incentivo del descuento. Para la empresa deudora puede ser benéfico si quien compra la deuda tiene la intención de capitalizarla.

No obstante, otros análisis de estos esquemas han señalado las siguientes objeciones:

i. La capitalización es una forma de comprar la deuda externa por más de lo que vale. Esta crítica parte de identificar quién está asumiendo la pérdida que hace posibles tantos beneficios. En general se entiende que es el banco acreedor el que asume la pérdida. De ella se pueden apropiar el inversionista, el Banco Central y los intermediarios, dependiendo del tipo de transformación que sea autorizada. Sin embargo, esta interpretación valora la deuda desde un punto de vista meramente contable.

Si se adopta una postura que contemple la pérdida económica, cambia la evaluación de los beneficiados y los perjudicados. Desde este punto de vista, el significado de que un papel, cuyo valor nominal es de US\$ 100, se venda hoy por US\$ 60 es que sólo puede llegar a valer US\$ 100 para quien espere a que los pagos correspondientes se hagan, y asuma el riesgo de una renegociación o un impago. Por esto el banco que lo redime a US\$ 60 hoy, *está obteniendo lo que el pagará realmente vale*. De igual manera, quien adquiere dicho pagaré por US\$ 60 debe estar en disposición de asumir el riesgo de la espera, para que el papel llegue a valer US\$ 100. No obstante, a través de los mecanismos de transformación de deuda se está permitiendo que el adquirente obtenga una ganancia ocasional, puesto que el país está dispuesto a entregarle hoy lo correspondiente a US\$ 100 en activos seguros a cambio de un activo inseguro de US\$ 60. Esta entrega de activos por el valor de US\$ 100 tiene la forma de inversión extranjera,

beneficiosa para la empresa receptora de la capitalización. Pero este beneficio individual representa, por parte del país, una cesión al resto del mundo de activos a menor precio. Es, por consiguiente, una pérdida de riqueza de la nación frente al resto del mundo lo que habilita los rendimientos de la transacción. A cambio de una deuda "mala" y depreciada se están entregando activos buenos (Dornbusch, 1986, 1987; French-Davis, 1986). Se puede estar beneficiando un agente individual pero la economía como un todo no recibe sino una ventaja marginal.

ii. El país que pone en marcha esquemas de capitalización puede asumir una pérdida de credibilidad ante la banca privada. Esta objeción es necesario enfocarla dentro de la política de manejo del endeudamiento externo de cada país. Aquellos países cuya situación externa los ha conducido a renegociaciones, intento de moratoria o limitación del servicio a una proporción de sus exportaciones, han asumido ya el costo de una pérdida de credibilidad ante la banca privada. Ello se muestra en las cotizaciones de sus papeles en el mercado secundario.

Dichos descuentos reflejan el que la banca internacional tiene una percepción de riesgo por la cual está asumiendo (o dispuesta a asumir) una pérdida, y seguramente a adoptar una postura más rígida frente a la otorgación de nuevos préstamos. La manifestación de este fenómeno es que prácticamente se ha cerrado la aprobación de créditos voluntarios y sólo bajo renegociaciones se logran nuevos préstamos para estas naciones.

En estas circunstancias la adopción de los mecanismos de capitalización entra como una solución adicional al problema de la deuda, permitiendo reducir su saldo vigente y atraer inversión extranjera.

El caso de los países que han tratado de mantener su credibilidad, con un servicio normal de sus obligaciones externas, es diferente. El punto central es que estos países desean mantener la credibilidad de la banca internacional como condición para acceder a nuevos "préstamos voluntarios". Y no que el acceso a nuevo endeudamiento se haga bajo condiciones de presión en el marco de renegociaciones. Para estos países no es de ninguna utilidad institucionalizar el hecho de que los papeles respaldados por la nación se coticen bajo par. Es decir, deben sostener el que sus acreencias *no enfrentan* riesgo-país, sino sólo, en algunos casos, *riesgo-empresa*.

Por consiguiente, dentro de esta política general de endeudamiento externo, no resulta consecuente adoptar un esquema en el que se institucionalizan los descuentos de los papeles de deuda. No tiene presentación ante la banca internacional que un gobierno pida crédito con la promesa de que se cancelará cumplidamente el 100% (credibilidad), e incluya dentro de su política de endeudamiento la posibilidad de comprar esos mismos préstamos bajo par, con base en el temor de que esos papeles no se cancelen cumplidamente (pérdida de credibilidad).

Desde este punto de vista sí hay un riesgo de pérdida de credibilidad para un país como Colombia al adoptar institucionalmente esquemas de capitalización, mientras que no lo hay para países como México o Chile.

En este punto es interesante comentar la reciente actitud de la banca internacional en el sentido de alentar a los países a adoptar mecanismos de capitalización de deuda. Su interés, obviamente, es que el mercado secundario crezca, de manera que permita un mayor nivel de ventas de papeles con problemas, o bien tener la posibilidad de

reemplazar esa cartera por inversiones en el país deudor. Argumentan que dichos esquemas contribuyen a mejorar la confianza de los inversionistas extranjeros e incentivan la repatriación de capitales, factores positivos para la economía (WFM, 1987). De nuevo, el supuesto implícito es que existe un buen número de papeles vendibles con descuento en el mercado secundario. Si bien para muchos países del área esto se aplica a su deuda pública y privada, en el caso de Colombia sólo se registran descuentos apreciables en algunos papeles que enfrentan riesgo-empresa. Esta diferencia es crucial para evaluar la aplicación de dichos esquemas a nuestro país.

iii. El país antes que disminuir, aumenta el flujo de sus giros al exterior con los mecanismos de conversión de deuda en capital. Esta observación es necesario analizarla a la luz de la experiencia de los países que han implantado estos mecanismos. Se ha puesto especial atención en evitar que los egresos cambiarios resultantes de las remesas de dividendos y capital no excedan aquellos que se habrían hecho por el servicio del papel transformado. Todos los países estipulan en su legislación límites a las remesas de las inversiones extranjeras que se hicieron con capitalización de deuda externa. En un plazo mayor a aquel del servicio es obvio que la inversión hará un giro de remesas mayor que el de la deuda. Sin embargo *esto debe estar justificado* por los beneficios adicionales que tiene el capital de riesgo frente al capital de préstamo. Así por ejemplo, externalidades positivas sobre el resto del sector productivo, la generación de empleo y exportaciones, la importación de tecnología, etc.

iv. La capitalización conduce a emisión. Este problema se ha presentado en las primeras experiencias con esquemas de capitalización en Brasil y Argentina entre 1983

y 1985. A raíz de ello los países que han adoptado estos mecanismos han prevenido la emisión con varias modalidades. En Chile, para citar el caso más conocido, los papeles del Banco Central o de la nación no son pagados inmediatamente, sino que son reemplazados por papeles de deuda interna a largo plazo (10 años) descontables en el mercado financiero local. En Ecuador el Banco Central entrega sures al inversionista, los cuales sólo pueden ser usados para cancelar pasivos de la empresa con el sistema financiero; este a su vez tiene que utilizarlos para cancelar pasivos con el Banco Central. Procedimientos similares han sido adoptados en los demás países haciendo manejable el eventual impacto monetario de la capitalización.

v. El déficit del sector público se puede incrementar. Este punto es válido si el costo del endeudamiento interno es mayor al costo, en moneda local, de servir la deuda externa. En ese caso la transformación de deuda externa por deuda interna elevaría el déficit fiscal. Consecuentemente, el servicio en moneda local tendría un impacto monetario, inexistente en el caso de la deuda externa<sup>(2)</sup>.

¿Cuáles han sido entonces, los argumentos que han justificado la implantación de estos mecanismos en los países con mayores niveles de deuda?

Hay diferentes consideraciones que justifican la puesta en marcha de esquemas de transformación. Expondré primero las consideraciones que comparten todos los países. Luego las que apoyan cada tipo particular de transformación, y por último, las que se deben tener en cuenta para Colombia actualmente.

Hay consenso sobre la posibilidad de manejar los efectos cambiarios, monetarios y

fiscales de estos esquemas, tal como se señaló en los numerales iii., iv. y v. También parece haber conciencia de los costos implícitos que está asumiendo el país expuestos en el numeral i., puesto que todas las normativas contemplan el que las inversiones que utilicen la compra de papeles de deuda con descuento, deben garantizar un impacto positivo en tecnología, exportaciones o empleo.

Estos esquemas se han puesto en marcha dentro de un ambiente de crisis y como una alternativa adicional a las renegociaciones<sup>(3)</sup>. Se han esgrimido en especial dos argumentos diferentes para justificarlos: a) La atracción de inversión extranjera y b) La reducción del principal de la deuda.

a) Quien desea atraer inversión extranjera considera que el valor presente del flujo de beneficios de dicha inversión (en producción, exportaciones, empleo, tecnología), es superior al valor presente de los flujos de egresos. Estos últimos están constituidos por la compra de la deuda por encima de su valor en el mercado, los flujos cambiarios asociados a la remisión de utilidades de la inversión extranjera y el posible incremento en el déficit fiscal.

(2) Se ha llamado la atención sobre otros aspectos negativos tales como: que la inversión extranjera canalizada a través de estos mecanismos se habría realizado de todos modos, de manera que no hay un flujo de inversión "nueva". Que son un incentivo para que las empresas multinacionales con filiales en el país sustituyan las fuentes de financiamiento internas (retención de utilidades), por recursos obtenidos con descuento, y remesen dichas utilidades a su casa matriz. Que se desvien reintegros por exportaciones a la compra de papeles. Que se dificulten las condiciones de renegociación al reducirse el número y el nivel de exposición de los bancos comprometidos con el país. Y, por último, que la recompra de las acreencias externas no es un uso prioritario para recursos públicos escasos.

(3) Es decir, por países que ya han asumido el costo de la pérdida de credibilidad discutido en el numeral ii.

b) Quien desea disminuir el saldo vigente de la deuda externa, enfrenta dichos costos a los beneficios asociados al flujo de créditos voluntarios que se obtendrán al regresar a una situación normal de endeudamiento. Es decir, su valoración presente de recuperar la credibilidad es mayor que la de los costos asociados a la capitalización.

Para discutir la conveniencia de estos esquemas para Colombia es necesario tener en cuenta la diferencia en su política de endeudamiento frente a las demás economías del continente. Nuestro país ha buscado mantener la credibilidad ante la banca comercial, cumpliendo puntualmente el servicio de sus acreencias externas. Por consiguiente, y de acuerdo con lo discutido en el punto ii., la aplicación de dichos esquemas enfrenta un costo adicional: el riesgo de pérdida de credibilidad. Este se deriva de la institucionalización de los descuentos, o sea, de alimentar la percepción que enfrentan riesgo-país.

Es difícil pensar que un esquema de capitalización para Colombia pueda tener beneficios que compensen los costos discutidos en los puntos i. a v. Por ello *no es recomendable* adoptar una política similar a la seguida por los demás países de la región (véase siguiente capítulo) <sup>(4)</sup>.

Esto no quiere decir que en ningún caso pueda existir un esquema de capitalización beneficioso para Colombia. En la anterior discusión no se han descartado aquellos préstamos que enfrentan riesgo-empresa. Los esquemas pueden ser benéficos en casos especiales en los cuales la conversión de la deuda en capital puede llevar a hacer solventes empresas privadas que actualmente, en virtud de sus acreencias externas, no lo son. La atracción de inversionistas extranjeros hacia estas firmas con el incentivo de la capitalización de acreencias

externas, puede tener beneficios en términos de producción, empleo y exportaciones que compensen el costo económico señalado en el punto i. Sería necesario evitar en cada caso los impactos monetario y cambiario. Finalmente, como no es indispensable una legislación especial para realizar este tipo de transacciones en nuestro país, ni se harían bajo la promoción y tutela del gobierno, sino sólo por iniciativa privada y por los canales existentes, estas operaciones no implicarían un costo de credibilidad.

### III La transformación de la deuda en América Latina

#### 1. Chile

A principios de 1985 se presentaron dos fenómenos que condujeron a las autoridades chilenas a pensar nuevas alternativas para el pago de la deuda externa. El primero de ellos era la crítica situación del sistema financiero, que ya para entonces había implicado la intervención e incluso liquidación de varias instituciones financieras, y en la cual jugaba un papel importante la deuda externa que enfrentaban dichas instituciones. El segundo era el surgimiento de un mercado secundario de instrumentos de deuda chilenos, generado a raíz del descuento con que se estaban ofreciendo estos papeles en el mercado internacional, que se manifestaba en solicitudes para que el Banco Central aprobase este tipo de transacciones. Se calculaba además que el capital fugado podía fluctuar entre US\$ 2 y US\$ 2.5 millones (Arellano y Ramos, 1986). Los instrumentos de deuda emitidos por entidades chilenas se estaban transando en el mer-

(4) En especial es poco recomendable la transformación de deuda por efectivo adoptada en Chile. Por este canal podrían ingresar los recursos del narcotráfico, que son los que, en buena medida, buscan vías de retorno al país.

cado secundario a un 70% de su valor nominal (véase cuadro 2).

Estas condiciones llevaron a las autoridades económicas a crear dos mecanismos a través de los cuales se pudiesen transformar pagarés emitidos por el Estado o por empresas privadas chilenas, denominados en divisas, en instrumentos de deuda pagaderos en pesos chilenos. Uno de ellos estaba orientado a promover la repatriación de capitales fugados, y el otro a atraer inversión extranjera. Se expondrá la estructura normativa de los dos capítulos y se harán algunas consideraciones acerca de su impacto económico.

#### a. Capítulo XVIII. *Adquisición de títulos de deuda externa*

Este capítulo estipula que personas naturales o jurídicas, residentes o no en Chile, pueden transformar instrumentos de deuda chilena, cuyo vencimiento no sea inferior a un año, en documentos denominados en pesos, unidades de fomento o divisas pagaderas en pesos chilenos. Los títulos deben haber sido suscritos en calidad de deudor directo por el fisco, el Banco Central, empresas públicas, empresas bancarias privadas, sociedades financieras y personas naturales o jurídicas en Chile que posean un aval del sector financiero.

Las características de esta transacción son las siguientes:

i. El comprador interesado debe establecer contacto con un acreedor quien quiera vender deuda chilena con descuento.

ii. Los títulos no pueden ser adquiridos por las mismas entidades que los han suscrito, y para que las personas vinculadas a la

propiedad o la gestión de la empresa puedan hacerlo, deben tener autorización del Banco Central.

iii. Quien transforma la deuda, renuncia al acceso que el título daba al giro de divisas, comprometiéndose, con ello, a aceptar que la cancelación se haga en pesos; debe, por tanto, devolver al Banco Central el certificado que daba derecho a giro.

iv. Se debe haber realizado un acuerdo entre el nuevo acreedor, la entidad que emitió el título y una entidad financiera autorizada (que actúa como representante del inversionista chileno para llevar a cabo la redenominación de la deuda y obtener el pago inmediato en pesos o un nuevo instrumento de deuda) con anterioridad a la solicitud de aprobación ante el Banco Central. En él se estipula en qué unidades se denominará la deuda con el nuevo acreedor (unidades de fomento, divisas o pesos), qué tipo de plazos se acuerdan (pudiendo, como se ha dicho, pactarse la cancelación inmediata de la misma) y los cambios en las condiciones financieras del crédito.

v. El banco representante ofrece al Banco Central el pago de un porcentaje sobre el valor nominal del instrumento a convertir, para entrar en la licitación que el emisor realiza dos veces al mes. En ésta se fija un "margen" máximo a transar en cada mes (que ha fluctuado entre US\$ 10 y US\$ 60 millones).

vi. Una vez aprobada la transformación, su pago quedaría sujeto a las condiciones pactadas, y el Banco Central da al inversionista plena libertad sobre el uso que quiera dar a esos recursos.

Si la deuda transformada tiene como deudor directo al Banco Central o si son títulos del gobierno que necesitan crédito del Banco

Central para redimirse, su cancelación podría requerir emisión primaria. Por ello se estipula que el Banco reemplazará esos pagarés por títulos de deuda al portador denominados en unidades de fomento, por un 97% del valor nominal de la deuda original, pagaderos a 10 años. Esos títulos devengan un interés cercano al de captación de CDT del sistema financiero.

Las entidades diferentes al Banco Central pueden emitir instrumentos al portador y el inversionista puede descontarlos en el mercado financiero doméstico.

#### b. Capítulo XVIII. *Intermedio:*

Esta fue una modalidad especial que se permitió dentro del capítulo XVIII en agosto de 1986, mediante la cual los residentes en Chile podían suscribir y pagar acciones de una sociedad anónima o de su garante, por medio del título de deuda emitido por esta entidad. El mecanismo está dirigido a firmas cuya situación financiera está claramente deteriorada por un excesivo endeudamiento y que, a la fecha de la capitalización, se encuentren constituidas como sociedades anónimas establecidas en el país.

La diferencia con el capítulo XVIII es que estas transacciones no tienen que entrar a las licitaciones periódicas del Banco Central (por lo cual están exentas del pago del cupo correspondiente) sino que se aprueban caso por caso en un Comité Ejecutivo, sobre la base de un convenio previo entre el inversionista y el deudor. Esta modalidad tampoco otorga acceso al mercado de divisas, por lo cual el inversionista debe aceptar recibir sus dividendos en pesos sin posibilidad de remisión al exterior.

#### c. Capítulo XIX. *Inversiones con títulos de deuda externa*

Este capítulo está dirigido a los extranjeros y a los nacionales residentes en el exterior, y busca permitir que realicen inversiones en el país mediante la capitalización de títulos de deuda chilena adquiridos en el mercado secundario de créditos. Las condiciones generales del tipo de papeles que se pueden capitalizar son similares a las del capítulo XVIII.

El trámite es diferente: el interesado debe presentar una solicitud al Banco Central en la cual haga explícito: i. Su condición económica (actividad, vínculos económicos con Chile, etc.). ii. El carácter de los títulos con los cuales desea acogerse a este capítulo (capital, intereses devengados y pendientes de pago). iii. La solicitud de cambio de acreedor del título, en caso que se trate de alguien diferente al acreedor original. iv. El detalle del itinerario de plazos en que debe ser realizada dicha inversión. v. La información pertinente sobre la entidad en que se piensa llevar a cabo la inversión, trátase de una ya existente, o de una que se piensa crear con dicha inversión.

Con anterioridad a la formalización de la solicitud, el inversionista y el deudor original deben haber suscrito un convenio sobre la forma de pago del papel transformado. Se debe especificar si éste se hará inmediatamente con o sin descuento, o si se sustituirá dicho documento por otros instrumentos (letras, pagarés, etc.) y la unidad monetaria en que quedarán expresados los mismos (pesos, unidades de fomento o divisas pagaderas en moneda local). También podrán pactarse cambios en las condiciones financieras del crédito (monto, plazos, tasas de interés).



El Banco Central evalúa caso por caso las solicitudes, para lo cual no es necesario el pago del cupo que se requiere en el capítulo XVIII. Una vez aprobada, se da una autorización para que el inversionista reciba los pesos correspondientes. La entrega de los mismos se sujeta a los desembolsos que demande la capitalización.

La aprobación da acceso al mercado de divisas para remitir capital y utilidades. Sin embargo, el capital no se puede remesar antes de 10 años, transcurridos a partir de la fecha en que se materialice la inversión. Las utilidades de los primeros cuatro años sólo se podrán remitir a partir del quinto, a razón de un 25% anual sobre el volumen acumulado al final del cuarto. Luego del quinto año se da libertad a la remisión de utilidades generadas de ahí en adelante. Después del décimo, si se desea remesar el capital, sólo podrán ser adquiridas las divisas a través de la venta de los bienes o derechos representativos de la inversión, o de las empresas adquiridas o constituidas con la misma.

Al igual que en el capítulo XVIII, las obligaciones del Banco Central se transforman en papeles de deuda pagaderos en pesos, a 10 años. Sin embargo, se estipula otro tipo de pagaré, denominado en dólares y que devenga la LIBOR más un “spread” que disminuye paulatinamente a lo largo de los 10 años de maduración del papel.

Los temores de las autoridades económicas al aplicar estos esquemas eran básicamente: primero que tuviesen un impacto monetario indeseable. Segundo que el capítulo XVIII contribuyese a ampliar el diferencial entre tasa de cambio oficial y negra. Tercero, que crearan distorsiones en los flujos de divisas correspondientes a importaciones y exportaciones, y cuarto, que el capí-

tulo XIX redundara en un flujo de divisas por remesas mayor que el que se estaba evitando por el servicio de la deuda transformada.

Para prevenir estos efectos se introdujeron respectivamente: los márgenes máximos de aprobación para el capítulo XVIII. Los controles específicos en el comité de aprobaciones para negar las solicitudes con fondos poco claros, y las normas sobre remesas de dividendos y capital.

#### d. *Resultados de los esquemas de transformación.*

Las autoridades chilenas consideran exitosa la aplicación de los mecanismos de conversión de deuda, cuyos resultados describimos a continuación. Según el cuadro 3, a mayo de 1987 se habrían repatriado US\$ 681 millones que, según las estimaciones, podrían representar cerca de un 60% del capital fugado susceptible de atraerse (estimado en US\$ 1.000 millones, sobre un total de depósitos de chilenos en el exterior de US\$ 2.200 millones. Arellano, Ramos. 1986).

De acuerdo con estos autores este cálculo sería exagerado, pues la implantación del capítulo XVIII está induciendo a otros capitales (p.ej., que habrían comprado importaciones) a dedicarse a transformar deuda, por lo que el esquema estaría teniendo, además, un costo en términos de crecimiento económico. Argumentan que su impacto sobre el retorno de capitales fugados es más de aceleración que de creación, pues las condiciones de estabilidad económica y tasa de cambio real son tales que la fuga de carácter “transitorio” (por expectativas de devaluación) debería estar retornando normalmente en este período. Por último se considera que el mayor atractivo para quien retorna capital, antes

CUADRO 3

**Chile: Operaciones aprobadas al amparo de los capítulos XVIII y XIX**

(Millones de US\$)

	Capítulo XVIII	Capítulo XIX	Total
<b>1985</b>			
Junio .....	3.1	10.0	
Julio .....	17.1	15.0	
Agosto .....	22.5	—	
Septiembre .....	27.8	—	
Octubre .....	14.7	2.2	
Noviembre .....	14.9	4.3	
Diciembre .....	15.0	21.7	
<b>Subtotal</b> .....	<b>115.1</b>	<b>53.2</b>	<b>168.3</b>
<b>1986</b>			
Enero .....	19.9	77.8	
Febrero .....	21.8	2.4	
Marzo .....	26.2	13.4	
Abril .....	26.3	5.3	
Mayo .....	29.9	—	
Junio .....	40.6	28.5	
Julio .....	34.6	6.6	
Agosto .....	66.5	14.9	
Septiembre .....	38.1	27.7	
Octubre .....	24.0	20.0	
Noviembre .....	19.1	16.0	
Diciembre .....	30.3	90.2	
<b>Subtotal</b> .....	<b>377.3</b>	<b>302.8</b>	<b>680.1</b>
<b>1987</b>			
Enero .....	31.4	273.5	
Febrero .....	37.2	3.6	
Marzo .....	64.9	6.8	
Abril .....	28.0	22.8	
Mayo .....	26.8	22.0	
<b>Subtotal</b> .....	<b>188.3</b>	<b>328.7</b>	<b>517.0</b>
<b>Total</b> .....	<b>680.7</b>	<b>684.7</b>	<b>1.365.4(a)</b>

(a) La discrepancia de este dato con el que aparece en el cuadro 4 (US\$ 1.9 billones) se debe a transformaciones por vías diferentes a estos capítulos (DL600, XVIII intermedio, etc.)

Fuente: Banco Central de Chile

que el descuento mismo es la amnistía (tributaria y cambiaria) implicada en la operación. De manera que con una amnistía similar y en ausencia del mecanismo de transformación, los flujos de repatriación serían semejantes. Por ello, a juicio de Arellano y Ramos (1986) el beneficio del programa en Chile radica más en la reducción de la deuda externa que en el retorno de capitales.

Otro beneficio, sobre el cual se hizo énfasis en la primera parte del trabajo, es el ahorro de divisas que hará la economía chilena por estas transformaciones de deuda. Si tenemos a mediados de 1987 un monto de transacciones de US\$ 1.365 millones y se asume un servicio anual cercano al 15% de la deuda vigente (estimación con base en datos del FMI, 1985, página 3), ello representaría un ahorro anual de divisas alre-

dedor de US\$ 200 millones, que en el caso de Chile es aproximadamente un 10% de las reservas internacionales y un 5% de los ingresos por exportaciones.

En conclusión, se ha calculado que el impacto de los esquemas ha sido permitir el retorno de aproximadamente el 30% del capital fugado, incrementar la inversión extranjera en más del 200% y reducir en cerca de US\$ 1.400 millones la deuda externa y en US\$ 200 millones el servicio anual de la misma. Se tuvo la certeza que afectó el diferencial entre la tasa de cambio paralela y la oficial a fines de 1986 haciéndolo crecer del 5% al 15%, lo cual fue corregido disminuyendo temporalmente el margen mensual de aprobaciones (Véase cuadro 3, Capítulo XVIII, de agosto a noviembre de 1986)

## 2. México

Los instrumentos de deuda mexicana han venido perdiendo valor en el mercado secundario de créditos, pasando de 70% en enero de 1986 a transarse entre 55% y 60% en el presente año (véase cuadro 2). A principios de 1986 se publicó el "Manual operativo para la capitalización de pasivos y sustitución de deuda pública por inversión". Los puntos centrales del mismo son:

i. Las solicitudes para transformación de deuda se atienden caso por caso.

ii. Se prohíbe el acceso de inversión extranjera a sectores como el petróleo, las explotaciones minerales y los medios de comunicación, por ser de propiedad exclusiva del Estado o de nacionales mexicanos.

iii. Se da prelación a aquellas inversiones dirigidas a empresas exportadoras o inversiones que mejoren la balanza comercial de la firma a capitalizar. También se favore-

cen: firmas que utilicen tecnología de punta, que se sitúen en zonas de deseado desarrollo económico y, por último, empresas que el gobierno desee desnacionalizar. Para aprobar las solicitudes se establece una gradación de acuerdo con cada uno de estos criterios.

iv. Los pagarés se transforman a pesos con un descuento que se fija teniendo en cuenta: el descuento de adquisición del papel, el diferencial entre la tasa de cambio libre y la controlada y el grado de importancia económica que sea asignado a la propuesta (véase fórmula).

v. Sólo son objeto de transformación los papeles de deuda pública reestructurada.

vi. Al inversionista no se le entregan los pesos resultantes de la transformación. Estos se utilizan en la compra de activos físicos o cancelación de pasivos de la empresa a capitalizar, de manera que el Banco Central paga directamente al proveedor o al acreedor de dicha firma.

vii. Al sistema no tienen acceso los nacionales.

viii. La inversión no se puede redimir (remisión de intereses o capital) en términos más favorables que los del crédito (reestructurado) que se transformó.

La novedad del modelo mexicano consiste en que, como se dijo, la transformación a moneda local se hace con un descuento sobre el valor par de la deuda. Para calcularlo se utiliza la siguiente fórmula:

$$D = D_i \times \frac{100 - P}{100 - P_o} \times \left[ \frac{d}{d_o} \right]^\beta$$

donde:

$D$  : Descuento para la transformación.

$D_i$  : Porcentaje de descuento asignado según prioridad económica.

$P$  : Precio vigente del papel mexicano.

$P_o$  : Descuento promedio: 60.

$d$  : Diferencial entre tasa de cambio libre y controlado.

$do$  : Diferencial promedio 2%.

$\beta$  : 2

El descuento que se asigna a una transformación de acuerdo con criterios de prioridad económica se pondera por la dispersión del precio internacional y la tasa de cambio con respecto a unos promedios aceptados, de manera que si:

i. El inversionista consiguió un precio mayor a US\$ 0.60 por dólar: el factor será menor que uno y el descuento baja (se le entregan más pesos por dólar de deuda transformada). Lo contrario para aquellos que consigan papeles mexicanos por menos de US\$ 0.60 el dólar. Por ende, al transformar a pesos la deuda se da un premio a quien haya comprado el papel a un precio mayor a US\$ 0.60 por dólar (o al precio de referencia que se escoja).

ii. Si el diferencial por tasas de cambio es superior a 1.02: el descuento se incrementa pues se multiplica por un factor mayor que uno (elevado al cuadrado). De manera que el atractivo para el ingreso de papeles disminuye en la medida en que el diferencial cambiario exceda 1.02 (o al diferencial de referencia que la autoridad escoja).

Estos descuentos efectivos aparecen en tablas elaboradas teniendo en cuenta todas las combinaciones posibles de diferencial

en tasas de cambio y precios de adquisición. El descuento en la transformación a pesos implica que la empresa endeudada se beneficia pues tiene que pagar, en pesos, un valor menor que el original.

El promedio del descuento de conversión a pesos ha sido 89%, el cual representa un buen atractivo si se lo compara al descuento de los papeles en el mercado internacional. En lo que va corrido de vigencia del sistema se han realizado transformaciones por un valor de US\$ 900 millones (véase cuadro 4) y se espera un ritmo anual de conversiones alrededor de US\$ 1 billón. Las perspectivas optimistas calculan que de US\$ 3 a US\$ 4 billones de deuda pública pueden ser convertidos. (WFM, 1986. Marton, 1987. Alexander, 1986).

### 3. *Brasil*

Los papeles de Brasil mantuvieron durante 1986 un nivel cercano a US\$ 0.75 por dólar en el mercado y cayeron a niveles cercanos a 60 centavos por dólar a raíz de la moratoria de intereses de marzo de 1987. Este país no ha hecho una adaptación de su legislación sobre inversión extranjera y tampoco dio autorizaciones expresas para que las transformaciones se llevaran a cabo. A pesar de ello fue uno de los primeros en que se efectuaron capitalizaciones de deuda externa.

El sistema surgió de la siguiente manera: en la renegociación de 1983 se establecía que las empresas nacionales seguirían cancelando la deuda en pesos según los acuerdos originales con la banca internacional, pero que el Banco Central no giraría las divisas a los bancos acreedores, sino que estos aceptaban la apertura de un depósito en divisas en el Emisor. Además, estaba abierta la posibilidad para que los bancos representaran esos recursos a empresas nacionales.

Los inversionistas extranjeros empezaron a comprar a los bancos internacionales los cupos preestables. Solicitaban, entonces, al Banco Central que otorgara de nuevo un crédito a la empresa "Y". Esta, posteriormente y ciñéndose a la legislación brasileña sobre inversión extranjera, transformaba ese pasivo en capital y emitía acciones a favor del inversionista (Alexander, 1986). Por este conducto se transformaron cerca de US\$ 1.800 millones entre 1984 y 1986, que representan un 50% de la inversión extranjera total en Brasil para ese período.

Los argumentos que dieron lugar a que se reglamentara por primera vez esta modalidad a mediados de 1984, fueron básicamente dos: el primero, se comprobaba que quienes estaban utilizando masivamente las transformaciones eran las empresas multinacionales. Estas firmas no estaban llevando inversión nueva al país, sino simplemente sustituyendo fondos internos de capitalización de sus filiales, por fondos externos. Naturalmente ello permitía remesar una mayor proporción de las utilidades. Esto resultaba contraproducente para las reservas internacionales, que era justamente lo que se quería evitar con los cupos en el Banco Central.

El segundo argumento era el efecto monetario que se estaba generando. Puesto que estos eran pasivos externos ya cancelados y depositados en el Banco Central, su devolución a la economía en forma de préstamos, significaba una ampliación del dinero base. Las autoridades brasileñas temieron que este fuese otro de los elementos que alimentaban la inflación, razón por la cual prefirieron controlarlo. Por último, las autoridades temían también que a través de este sistema algunos bancos estuviesen eliminando su exposición con Brasil, lo

cual creaba dificultades para la consecución de dinero fresco en las sucesivas renegociaciones.

La reforma restringió la capitalización de la cartera sólo a los deudores originales (cláusula que los inversionistas internacionales han obviado pactando con los bancos), y sujetó las remesas a los mismos términos de la renegociación general de la deuda. Esta cláusula, como se ha visto, fue adoptada igualmente por Chile y México. A mediados de 1987 las transformaciones ascienden a US\$ 2.5 billones (véase cuadro 4). No obstante, la supervivencia del esquema es dudoso a juzgar por la actitud en contra que ha asumido el parlamento, el cual recientemente ha votado a favor de prohibir más transformaciones de deuda por capital. (WFM, 1986. Desmond, 1986. Marton, 1987. Alexander, 1986. Euromoney, 1987. TE., Julio 1987).

#### 4. *Argentina*

Los papeles de Argentina se han transado a descuentos entre 60% y 67%, aunque recientemente han caído por debajo de 50 centavos por dólar (véase cuadro 2). Este país tuvo un programa de transformación a fines de 1984 que limitaba la deuda convertible a pagarés del sector privado con garantía del Banco Central. Por este canal se convirtieron US\$ 470 millones. Este programa fue abandonado en agosto de 1985 por dos razones: la primera, que quienes lo aprovechaban eran principalmente residentes que buscaban mejores condiciones de repatriación de sus divisas. La segunda, que se temía que pudiera estar creando una presión inflacionaria.

Ahora se ha puesto en marcha un nuevo mecanismo de transformación que permite convertir cualquier deuda registrada, en

capital de actividades dedicadas a la exportación. Las divisas se convierten a la tasa oficial, no a la libre, lo cual implica ya un costo para el inversionista. La gran novedad de la modalidad argentina es que obliga al inversionista a invertir una suma adicional igual al valor nominal del papel que se quiere capitalizar. La motivación de esta norma es buscar que ingrese inversión

nueva. Ha sido señalada como una de las grandes limitaciones de este mecanismo pues reduce el incentivo generado en el descuento. A través suyo piensan convertir anualmente US\$ 1 billón, ante lo cual se manifiestan escépticos los observadores internacionales. Para una discusión más detallada de este país, véase Fernández en este número.

CUADRO 4

## Programas de transformación de deuda de algunos países deudores

	Conversiones a mediados de 1987		Deuda externa con banca comercial a fin 1986 Billones de US\$
	Billones de US\$	% De la deuda con banca comercial a fin 1986	
<b>Programas activos</b>			
Chile .....	1.9	13.6	13.9
México .....	0.9	1.1	77.3
Filipinas .....	0.1	0.5	15.4
Ecuador .....	0.1	1.1	5.8
Costa Rica .....	—	2.8	1.4
<b>Anunciados pero aún inactivos (a)</b>			
Argentina .....	0.5	1.5	33.0
Venezuela .....	—	—	29.3
<b>En negociación (b)</b>			
Brasil (a) .....	2.5	3.2	77.9
Bolivia .....	—	—	1.7
Jamaica .....	—	—	0.6
Nigeria .....	—	—	11.0
<b>Total para 11 países .....</b>	<b>5.9</b>	<b>2.2</b>	<b>267.3</b>

(a) Las conversiones mostradas fueron hechas en programas discontinuados. El programa de Argentina se pondrá en marcha una vez se firme el reciente acuerdo con la banca; el de Venezuela se puso en marcha en abril de 1987.

(b) Las transformaciones de Bolivia podrían limitarse por una recompra de deuda a los bancos por parte del gobierno; Jamaica planea limitar las conversiones a deuda del gobierno acogida a la reestructuración de este año; las conversiones de Nigeria se limitarán a créditos vencidos de proveedores para lo cual el Banco Central ha emitido notas promisorias.

Fuente: World Financial Markets, junio-julio 1987

El cuadro 4 muestra los resultados globales de los esquemas puestos en marcha hasta el momento: cerca de US\$ 6 billones transformados, que representan el 2.2% de las acreencias de estos países con la banca comercial. Sólo Chile parece haber

transformado una proporción significativa de su deuda (13.6%). Es esperable que estas magnitudes crezcan en el futuro inmediato a juzgar por las actitudes de bancos acreedores y gobiernos deudores en pro de estos mecanismos.

## Conclusiones

1. Los esquemas de transformación de deuda externa por deuda interna o por capital pueden ser beneficiosos en términos de disminuir el valor total de la deuda externa de un país y por ende el servicio anual correspondiente, o como mecanismo para atraer inversión extranjera.
2. Si se adopta una valoración contable de la deuda externa, es el banco acreedor el que asume una pérdida, la cual permite realizar una transacción beneficiosa para el inversionista extranjero, para el país y para la empresa a capitalizar.
3. Si se adopta una valoración económica de la deuda externa, es el país el que asume una pérdida de riqueza al entregar a inversionistas extranjeros activos rentables de empresas a cambio de una deuda "mala".
4. Estos esquemas pueden generar efectos monetarios y cambiarios contraproducentes. Las legislaciones especiales adoptadas en América Latina hacen énfasis en que las inversiones deben ser realizadas para que las firmas capitalizadas tengan un claro beneficio en exportaciones y/o tecnología. En ningún caso permiten que el egreso de divisas por concepto de remesas de dividendos o capital sea mayor que el correspondiente al servicio de la deuda transformada. Por último controlan las posibles fuentes de emisión, de manera que sea manejable el impacto monetario de una transformación.
5. Estos mecanismos no son una "solución" (panacea) al problema de la deuda pues, en el escenario más optimista, el volumen de transacciones posibles no excede el 20% de la deuda externa con banca comercial. Por ello se los interpreta más como mecanismos que incentiven la inversión extranjera y la repatriación de capitales, o permitan reducir el saldo vigente de la deuda externa.
6. No es conveniente adoptar una legislación que institucionalice la presencia de "riesgo-país" en Colombia pues se podría incurrir en una pérdida de credibilidad. No obstante transformaciones de deuda por capital pueden ser beneficiosas con deudas que enfrenten "riesgo-empresa".

## Bibliografía

- Alexander, Lewis. "Debt-for-Equity Swaps". Mimeo. (Noviembre, 1986).
- Aninat y Méndez. "Análisis de las operaciones con títulos de deuda externa. Algunas consideraciones financieras y económicas". Informe Bimestral No. 22 de *Coyuntura Económica*, Chile. (Junio, 1986).
- Arellano, J.P., Ramos, J. "Capital Flight in Chile". Mimeo CIEPLAN. (Julio, 1986).
- Banco Central de Chile. "Compendio de normas de cambios internacionales. Capítulos XVIII y XIX" (1986a).
- Banco Central de Chile. "Conversión de títulos de deuda chilena, capítulos XVIII y XIX, Compendio de normas de cambios internacionales". Doc. 0687V. Mimeo (1986b).
- Banco Mundial. "External Debt Conversion in Chile". Mimeo. (Julio, 1986a).
- Banco Mundial. *World Debt Tables. 1985-1986*. Edition (1986b).
- Biggs, Gonzalo. "Aspectos legales de la deuda pública latinoamericana: La relación con los bancos comerciales". *Revista de la Cepal*. (Abril, 1985).
- Cepal. *Balance preliminar de la economía latinoamericana 1986*. (Diciembre 1986).
- Comisión Nacional de Inversión Extranjera de México. "Manual operativo para la capitalización de pasivos y sustitución de deuda pública por inversión". (Julio, 1986).
- Crawford, Malcolm. "Third World Debt is Here to Stay". *Lloyds Bank Review*. (Enero, 1985).
- Desmond, Edward. "Whittling Away at Debt". *Time*. (Octubre 13, 1986).
- De Vries, Rimmer "Comentary to 'International Debt and Economic Instability' ". *Economic Review*. (Enero, 1987).
- Dornbusch, Rudiger. "El problema del endeudamiento: 1980-1984 y más allá". *Desarrollo y Sociedad* Nos. 15-16 (marzo, 1985).
- Dornbusch, Rudiger. "The Debt Problem and some Proposed Solutions". Mimeo MIT. (Octubre, 1986).
- Dornbusch, Rudiger. "International Debt and Economic Instability". *Economic Review*. (Enero, 1987).
- Fernández, Roque. "Negociación y capitalización de la deuda externa". Mimeo C.E.M.A. (Junio, 1987).
- Fondo Monetario Internacional. "Recent Developments in External Debt Restructuring". *Ocasional Paper* No. 40. (Octubre 1985).
- French-Davis, R. de Gregorio, J. "La renegociación de la deuda externa de Chile en 1985: Antecedentes y comentarios" *Colección de Estudios Cepal*. No. 17. (Octubre 1985).
- French-Davis, Ricardo: Entrevista sobre las modalidades de transformación de deuda en Chile. Mimeo. (1986).
- Gennotte, G., Kharas, H.J., Sadeq, S. "A Valuation Model for Developing-Country Debt with Endogenous Rescheduling". *The World Bank Economic Review*. (Enero, 1987).
- International Financial Review "The Citicorp Debt Writeoffs" y "Citicorp's Write-down, The crucible for a \$ 350 bn loans swap market?" (23 mayo, 1987).
- Lamothe F., Prosper. "Mercado secundario de préstamos sindicados en eurodivisas". *Información Comercial Española*. 629. (Enero 1986).
- Marton, Andrew. "The Debate over Debt-for-Equity-Swaps". *Institutional Investor*. (Febrero 1987).
- Ollard, William. "The Debt Swappers" *Euromoney*. (Agosto, 1986).
- Paribas. "Asset Swaps and Country Risk". *Conjoncture* (en 1987).
- Sandler, Linda. "The Great Debate over LDC Loan Swapping" *Institutional Investor*, (Mayo 1984).
- Sequel, Enrique. "Conversión de deuda externa (Instrumento de la inversión de la fuga de capitales)". Mimeo. (Septiembre 1986). Presentado en la XLIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de Latinoamérica y de España.
- Toso, Roberto. "Debt Conversion Schemes: The Chilean Experience". Mimeo. (Septiembre 1986). Presentado en el Seminario sobre: "Debt-Equity Swapping in Latin America" en Nueva York.
- The Economist (Enero 31, 1987) pp. 67-68, (marzo 7, 1987) pp 87-90 y (julio 18, 1987), pp 86.
- World Financial Markets "LDC Debts". (Febrero 1984), "Note on DebtEquity Swap Program" (septiembre 1986) y "Debt-Equity Swaps" (junio-julio 1987).